



**Фундаментальный анализ и портфельная оптимизация на российском
рынке акций: ключевые факторы, виды инвесторов, совместное
использование**

Толкачёв И.С., аспирант кафедры мировых финансовых рынков и финтеха
РЭУ им. Г.В. Плеханова, Москва, Россия

Аннотация. В статье рассматривается использование портфельной оптимизации и фундаментального анализа на современном российском рынке акций. Выделяются основные виды инвесторов, использующих данные методы при построении портфелей акций. Автор рассматривает факторы, оказывающие влияние на применение данных методов. Выявленные факторы распределяются в зависимости от того, на использование какого метода они оказывают наибольшее влияние. Автор также приводит перечень показателей, на основе которых инвесторы могут учитывать данные факторы. В статье рассматриваются особенности российского рынка, выделяется их влияние на возможности использования фундаментального анализа и портфельной оптимизации. Внимание также уделяется изменениям, произошедшим на российском рынке после 2022 года. В итоговой части автором предлагаются рекомендации по совместному использованию портфельной оптимизации и фундаментального анализа с учётом текущего состояния российского рынка акций.

Ключевые слова: фундаментальный анализ; портфельная оптимизация; факторы российского рынка акций; инвестиции; ценные бумаги

**The fundamental analysis and portfolio optimization in the Russian stock
market: key factors, investor types, combined usage**

Tolkachev I.S., Postgraduate student at the Department of Global Financial Markets
and Fintech, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, Russia

Annotation. The article discusses the portfolio optimization and fundamental analysis use in the modern Russian stock market. The main types of investors using these methods in building stock portfolios are highlighted. The author considers the factors influencing the application of these methods. The identified factors are distributed depending on which method they have the greatest influence on. The author also provides a list of indicators on the basis of which investors can take into account these factors. The article examines the peculiarities of the Russian market, highlights their impact on the possibilities of using fundamental analysis and portfolio optimization. Attention is also paid to the changes that have occurred in the Russian market after 2022. In the final part, the author offers recommendations on the combined portfolio optimization and fundamental analysis application, taking into account the current state of the Russian stock market.

Key words: fundamental analysis; portfolio optimization; Russian stock market factors; investments; securities

Введение. На рынке акций инвестиционная деятельность, как правило, осуществляется при помощи методов портфельной оптимизации и фундаментального анализа. Инвесторы используют эти методы для отбора акций, а также для формирования портфеля ценных бумаг. Данные методы формируют основу инвестиционных стратегий, эффективность которых будет зависеть от того, как эти методы были использованы. При этом эффективность самих методов зависит от условий того рынка, в инструменты которого планирует вкладывать свои средства инвестор. Поэтому существует необходимость адаптации методов, формирующих инвестиционную стратегию, с целью повышения её эффективности в условиях конкретного рынка.

Российский рынок акций обладает множеством отличительных особенностей. Они способны оказывать значительное влияние как на эффективность отдельных методов, используемых инвесторами, так и на саму возможность с достаточной точностью предсказывать будущее изменение цены. События последних лет привели к усилению влияния этих особенностей на

участников российского рынка, снизив возможности прогнозирования движения цены акций на российском рынке.¹

Одной из таких особенностей является низкая ликвидность акций относительно зарубежных площадок. Она проявляется как в плане общерыночной ликвидности, так и в неравномерном распределении объёмов торгов, приводящем к тому, что часть акций являются практически полностью неликвидными.

Следующей необходимо выделить высокую волатильность российского рынка акций, которая постепенно увеличивается в течение последних лет.² Сила и частота резких ценовых колебаний на нём дополнительно выросла в 2022 году, что привело к тому, что инвестирование в акции российских эмитентов стало более рискованным.³ Введённые против России ограничения оказали значительное влияние как на российскую экономику, так и на фондовый рынок.⁴ В начале 2022 года произошло резкое снижение капитализации российского рынка, затронувшее эмитентов всех отраслей.⁵ К началу 2023 года российский рынок частично адаптировался к произошедшим изменениям и на нём зародились восходящие тренды.⁶ Тем не менее, это не снизило риски, а лишь дополнительно усилило хаотичность рынка за счёт притока спекулянтов. Также из-за ухода иностранных инвесторов и частичной изоляции снизилась корреляция российского рынка акций с мировыми площадками, практически дойдя до нуля.⁷

¹ Галынис К.И. Тенденции развития фондового рынка России // Инновации и инвестиции. 2023. №6. С. 208-211

² Котов А.С. Особенности использования индикатора ATR на современном российском фондовом рынке // Материалы круглого стола - научной дискуссии в рамках Всероссийского фестиваля науки - 2021. Под редакцией И.П. Хоминич. Москва, 2021. С. 42-46

³ Котов А.С. Направления изменения использования активных торговых стратегий на российском фондовом рынке // Экономика устойчивого развития. 2023. № 1 (53). С. 87-90

⁴ Лебедев А.С. Санкции – инструмент экономической войны // Научно-аналитический журнал Обозреватель – Observer. 2022. №11-12 (394-395). С. 53-60

⁵ Официальный сайт Московской Биржи [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com> (Дата обращения: 12.02.2023)

⁶ Дорф Т.В. Анализ трендов российских акций по итогам 2022 года // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. 2023. №. 4-1. С. 204-206. doi:10.24412/2500-1000-2023-4-1-204-206

⁷ Коржнев С.В. Использование корреляционного анализа для оценки изменений инвестиционных стратегий фондового рынка РФ после февраля 2022 года // Инновации и инвестиции. 2023. №5. С. 251-254

Все перечисленные особенности необходимо учитывать при формировании инвестиционной стратегии. Они приводят к тому, что отдельные факторы в условиях российского рынка будут играть более значимую роль, чем на зарубежных торговых площадках. При этом их степень значимости также будет зависеть от методов, применяемых инвестором в ходе реализации своей инвестиционной стратегии.

Таким образом, необходимо выделить факторы, играющие ключевую роль на российском рынке акций, также оценив их влияние на отдельные методы отбора акций и построения инвестиционного портфеля.

Методы исследования. В исследовании используется совокупность общенаучных методов, включающих сравнение, синтез, анализ, индукцию. Также в ходе представления полученных результатов и выводов используется систематизация и классификация.

В работе рассматриваются теоретические и практические аспекты инвестиций и фондового рынка. Результаты основываются на теоретических исследованиях и анализе статистических показателей российского рынка акций.

Результаты. Начать следует с определения инвестирования. В общем виде под инвестициями понимается долгосрочное вложение средств с целью получения прибыли. При этом в качестве важных отличительных особенностей инвестиций, как правило, выделяют: целенаправленность, наличие потенциальной доходности и риска, установленные временные границы.

Деятельность участников на рынке акций, которая соответствует подобным особенностям, в большинстве случаев осуществляется портфельными инвесторами. При этом ими применяются методы, основанные на фундаментальных показателях или оптимизации портфеля ценных бумаг.

Сами инвесторы различаются между собой по ряду признаков. Такими признаками являются задачи, которые ставят инвесторы при выходе на рынок, горизонты инвестирования, склонность к риску. Всё это влияет на выбор типа портфеля, а также на то, какие методы инвестирования предпочтёт тот или иной инвестор. Стоит отметить, что все используемые методы в определённой мере

ограничены возможными сроками прогноза. Классические инвестиционные модели, как правило, эффективно работают в умеренно длительных интервалах (от года до пяти). При значительно более длительных сроках точность снижается, что приводит к росту рисков подобных операций.⁸

Таким образом, у инвесторов существует широкий спектр возможностей у инвесторов наблюдается значительное количество реализуемых подходов к осуществлению своей деятельности. Тем не менее, существуют определённые шаблонные инвестиционные стратегии и портфели, которые соответствуют предпочтениям отдельных агрегированных групп инвесторов. К таким можно отнести формирование портфеля дохода, куда включаются наиболее стабильные компании, выплачивающие дивиденды. Более рисковым является портфель роста, состоящий из акций эмитентов, не столь крупных, которые имеют более высокие перспективы роста. Существуют и портфели, объединяющие эти два типа. Распространённым также является построение портфеля из недооценённых акций. Такие портфели формируются с прицелом на длительное удержание позиций без активного управления и регулярного реформирования и подходят для инвесторов с умеренной склонностью к риску.

Можно заключить, что на рынке присутствуют самые разнообразные инвесторы и видов формируемых ими портфелей – широкое множество. При этом классическими критериями для их дифференциации и классификации, как правило, служат склонность к риску, горизонты инвестирования, тип формируемого портфеля. Тем не менее, при анализе факторов, влияющих на инвестирование и отбор акций, а также при выборе наиболее эффективных путей осуществления инвестиционной деятельности, важным является учёт склонности инвесторов к использованию фундаментальных и оптимизационных методов при формировании портфеля ценных бумаг. От этой склонности во многом зависит выбранная инвестором инвестиционная стратегия, а также перечень факторов, на которые она будет ориентироваться.

⁸ Галанов В.А., Галанова А.В. Закономерности фондового рынка // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. 2023. Т. 20. №1. С. 94-100. doi:10.21686/2413-2829-2023-1-94-100

С учётом выделенного критерия можно разделить инвесторов на 5 групп:

- полностью полагающихся на фундаментальные методы;
- предпочитающих фундаментальные методы;
- в равномерной степени рассматривающих и фундаментальный анализ, и оптимизацию;
- предпочитающих оптимизацию;
- полностью полагающихся на оптимизацию.

Пусть роль факторов и меняется в зависимости от того, каким образом инвестор строит свою стратегию, общие цели инвесторов и характеристики, с учётом которых они отбирают акции, будут схожи. Так, для инвесторов важны доходность и риск, однако измерение данных параметров будет различным в зависимости от выбранного метода. При оптимизации они будут иметь числовое выражение, полученное на основе исторических уровней доходности и среднеквадратического отклонения цены. В случае с фундаментальным анализом используются коэффициенты, позволяющие оценить надёжность эмитента и возможность роста цены его акций. Через эти параметры инвесторы и оценивают целесообразность вложения средств в рассмотренные ими акции.

Для многих инвесторов роль также играет специфика деятельности эмитента и то, насколько активно торгуемой является выпускаемая им ценная бумага. Значение имеет вхождение рассматриваемой акции в рыночные индексы и то, насколько сильно движение её цены связано с общим движением рынка. После событий 2022 года на российском рынке акций важное значение приобрела зависимость эмитента от экспорта и импорта, его ориентированность на внутренний рынок и устойчивость к санкционным и геополитическим рискам.⁹

Существует множество критериев отбора, оцениваемых инвесторами, среди которых присутствуют как общие требования к ценным бумагам и эмитентам, так и ряд рассчитываемых показателей и коэффициентов. Данные

⁹ Толкачев И.С. Влияние санкций на возможность применения инвестиционных стратегий на российском фондовом рынке // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. 2022. Т. 11. № 3. С. 38-45

факторы и показатели имеют различное значение, в зависимости от того, какие подходы и методы применяет инвестор. При этом даже если часть из них напрямую и не влияет на процесс отбора ценных бумаг и формирование портфеля, при использовании ряда методов они имеют определённую взаимозависимость.

При использовании методов оптимизации высокую роль также играет корреляция цен анализируемых акций с ценами других акций, индексами и рынком. Значения корреляции при этом могут быть использованы как в процессе самой оптимизации, так и при отборе ценных бумаг.

При применении методов фундаментального анализа основное внимание инвестор уделяет оценке эмитента и степени недооценённости или переоценённости его акций, для этих целей используется широкий перечень показателей, которые помимо анализа прибыли эмитента и цен акций оценивают такие параметры как рентабельность, финансовая устойчивость, ликвидность, эффективность операционной деятельности. Данные показатели могут иметь различную значимость в зависимости от отдельно взятой методики.

Ключевое значение для инвесторов, вне зависимости от того, к какой группе они относятся, будут иметь показатели, напрямую связанные с ценами акций и их изменениями. В качестве подобных показателей можно рассматривать уровни доходности и риска; коэффициенты переоценённости/недооценённости, рассчитанные на основе цен акций, и прибыли или дохода эмитента; рентабельность компании.

На основе классификации факторов с учётом их влияния на фундаментальный анализ и оптимизацию можно сформировать их распределение, представленное на рис. 1.

Показатели, соответствующие приведённым на рис. 1 факторам, представлены на рис. 2 (порядок показателей соответствует порядку факторов, для оценки которых они используются).

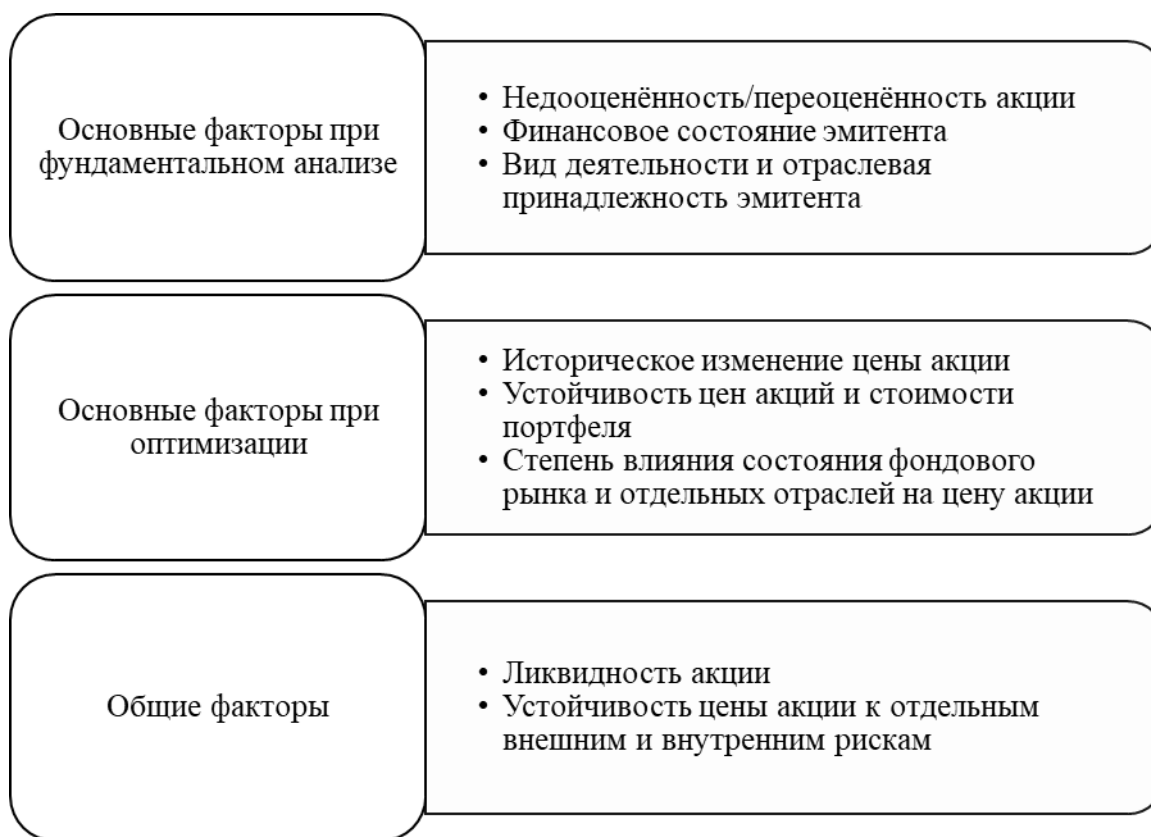


Рис. 1 – Распределение факторов в зависимости от степени их влияния на фундаментальный анализ и оптимизацию¹⁰

Подобная классификация факторов и показателей даёт возможность выделить те из них, которые будут важны для отдельных типов инвесторов. Также она позволяет сформировать методiku, которая будет способна учитывать все факторы, что делает её более эффективной. Для оценки отдельных факторов внутри применяемой методики целесообразно использовать показатели, которые представлены на рис. 2.

Следует учитывать, что фундаментальный анализ и оптимизация обладают своими особенностями, которые делают эти методы эффективными, но они же накладывают определённые ограничения. Так, фундаментальный анализ в первую очередь базируется на оценке эмитента и недооценённости его акций. Оптимизация, напротив, рассматривает лишь характеристики самих акций без привязки к финансовому состоянию эмитента.

¹⁰ Составлено автором

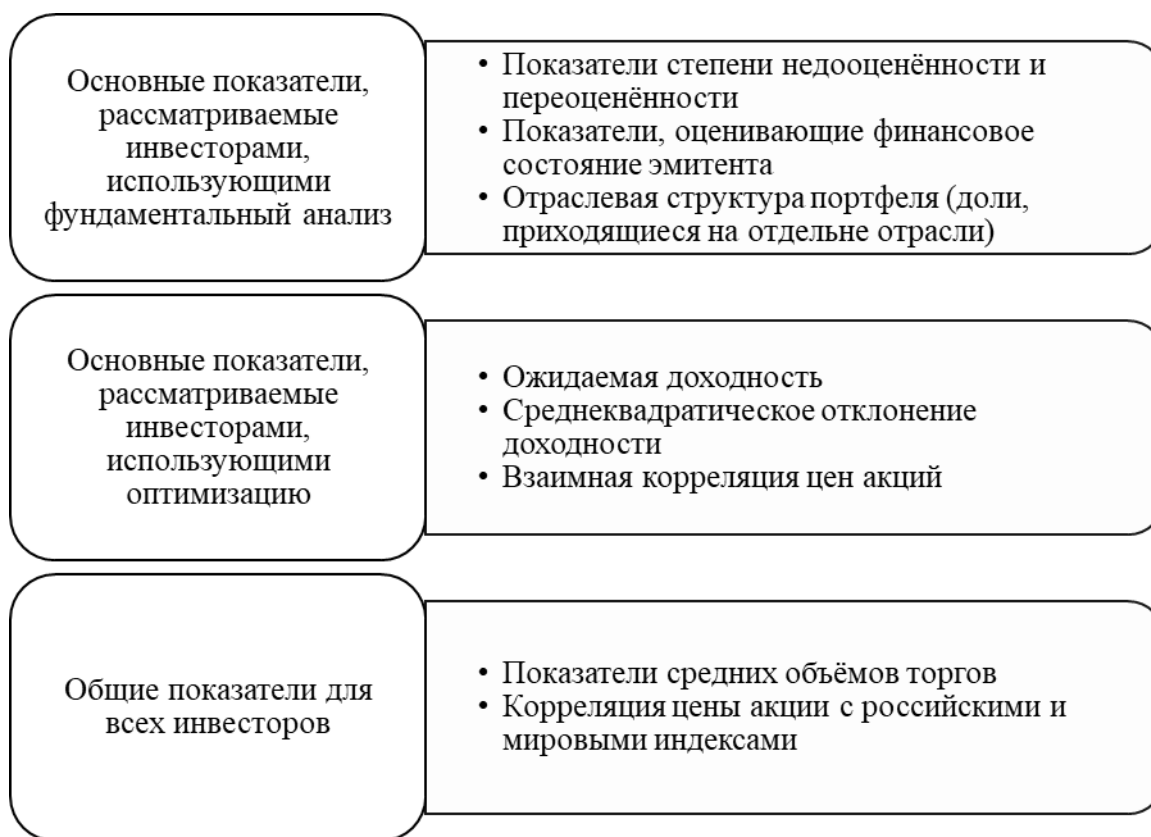


Рис. 2 – Классификация показателей для оценки факторов, учитываемых при использовании фундаментального анализа и портфельной оптимизации¹¹

Совместное использование фундаментального анализа и оптимизации позволит учитывать полный перечень факторов, что особенно актуально на российском рынке акций, который характеризуется высокой хаотичностью и достаточно сильными ценовыми колебаниями. При совместном использовании этих методов будут учтены и риски отклонения цен от прогнозируемого уровня, и риски, связанные с финансовым состоянием самих эмитентов акций. Высокая доходность будет обеспечиваться прогнозами изменения цены, подтверждёнными обоими методами. В целом, построенный таким путём портфель будет более устойчивым и сбалансированным.

Грамотное совмещение этих методов позволит снизить влияние особенностей российского рынка, ограничивающих эффективность их отдельного применения. Для достижения такого эффекта необходимо построение специальной методики их совмещения. В ней фундаментальный

¹¹ Составлено автором

анализ будет использоваться до оптимизации, а сама оптимизация должна быть модифицирована таким способом, который позволит сохранять высокую диверсификацию при ограниченном числе исходных акций, т.е. в нём должны присутствовать минимальные требования к содержанию отдельных отраслей, что в итоге станет дополнительным фактором устойчивости портфеля.

Выводы. Фундаментальный анализ и портфельная оптимизация использовались инвесторами в течение длительного времени и неоднократно доказывали свою эффективность. На современном этапе большинство инвестиционных стратегий и методик, применяющихся для построения портфеля акций, основаны на теориях и шаблонных моделях, в основе которых лежат именно эти подходы.

При этом оптимизация и фундаментальный анализ в значительной степени развивались параллельно. Многие постулаты и теории, лежащие в их основе, значительно отличаются. Также отличается и процесс формирования портфеля при их применении.

При выборе портфельной оптимизации или фундаментального анализа инвестор в первую очередь ориентируется на собственные предпочтения. Инвестиционная стратегия, построенная как на оптимизационных, так и на фундаментальных методах может обладать достаточной эффективностью, тем не менее, в любом случае, будет иметься ряд ограничений. Таким образом, любая формируемая стратегия будет иметь как сильные стороны, так и недостатки.

Классификация показателей, рассматриваемых инвесторами при использовании оптимизации и фундаментального анализа, позволяет заключить, что хотя они и отличаются, возможно создание методики, учитывающей полную совокупность показателей, что, соответственно, позволит сформировать портфель, одновременно основанный на оптимизации и фундаментальном анализе.

Наибольшую актуальность совмещение фундаментального анализа и портфельной оптимизации обретает при инвестировании на рынке, обладающем высокими уровнями риска и множественными локальными особенностями,

снижающими эффективность методов формирования портфеля при их отдельном использовании. Именно таким рынком и является российский рынок акций, в силу чего на нём целесообразно применять методику совмещения фундаментального анализа и оптимизации портфеля ценных бумаг.

Библиографический список:

1. Галанов В.А., Галанова А.В. Закономерности фондового рынка // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. – 2023. – Т. 20. – №1. – С. 94-100. doi:10.21686/2413-2829-2023-1-94-100;

2. Галынис К.И. Тенденции развития фондового рынка России // Инновации и инвестиции. – 2023. – №6. – С. 208-211;

3. Дорф Т.В. Анализ трендов российских акций по итогам 2022 года // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. – 2023. – №. 4-1. С. 204-206. doi:10.24412/2500-1000-2023-4-1-204-206;

4. Коржнев С.В. Использование корреляционного анализа для оценки изменений инвестиционных стратегий фондового рынка РФ после февраля 2022 года // Инновации и инвестиции. – 2023. – №5. – С. 251-254;

5. Котов А.С. Направления изменения использования активных торговых стратегий на российском фондовом рынке // Экономика устойчивого развития. – 2023. – № 1 (53). – С. 87–90;

6. Котов А.С. Особенности использования индикатора ATR на современном российском фондовом рынке // Материалы круглого стола - научной дискуссии в рамках Всероссийского фестиваля науки – 2021. Под редакцией И.П. Хоминич. Москва, 2021. С. 42-46;

7. Лебедев А.С. Санкции – инструмент экономической войны // Научно-аналитический журнал Обозреватель – Observer. – 2022. – №11-12 (394-395). – С. 53-60;

8. Официальный сайт Московской Биржи [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com> (Дата обращения: 12.02.2023);

9. Толкачев И.С. Влияние санкций на возможность применения инвестиционных стратегий на российском фондовом рынке // Научные исследования и разработки. Экономика фирмы. – 2022. – Т. 11. – № 3.– С. 38-45.

References:

1. Galanov V.A., Galanova A.V. Non-predictive stock trade as basis of the mass international market of trading automats // International Trade and Trade Policy. – 2017. – №3 (11). – P. 74 – 94;

2. Galynis K.I. Development trends of the Russian stock market // Innovation & Investment. – 2023. – №6. – P. 208-211;

3. Dorf T.V. Analysis of trends in Russian stocks by the end of 2022 // International Journal of Humanities and Natural Sciences. – 2023. – №. 4-1. – P. 204-206. doi:10.24412/2500-1000-2023-4-1-204-206;

4. Korzhnev S.V. Using correlation analysis to assess changes in the investment states of the RF stock market after February 2022 // Innovation & Investment. – 2023. – №5. – P. 251-254;

5. Kotov A.S. The change directions for the active trading strategies usage on the Russian stock market // Economics of Sustainable Development. – 2023. – № 1 (53). – P. 87–90;

6. Kotov A.S. The features of the ATR indicator application on the modern Russian stock market // Materials of the round table - scientific discussion within the framework of the All-Russian Science Festival – 2021. Edited by I.P. Khominich. Moscow, – 2021. – С. 42-46;

7. Lebedev A.S. Sanctions are an instrument of economic war // Scientific-analytical journal «Обозреватель–Observer». – 2022. – №11-12 (394-395). – С. 53-60;

8. The official website of the Moscow Exchange [Electronic resource]. URL: <https://www.moex.com> (Accessed: 12.02.2023);

9. Tolkachev I. Sanctions Impact on the Possibility of Investment Strategies Application on the Russian Stock Market // Scientific Research and Development. Economics of the Firm. – 2022. Vol. 11. – № 3. – P. 38-45.

Для цитирования: Толкачёв И.С., Фундаментальный анализ и портфельная оптимизация на российском рынке акций: ключевые факторы, виды инвесторов, совместное использование / Российский экономический интернет-журнал. – 2023. – № 4. URL:

© Толкачёв И.С., Российский экономический интернет-журнал 2023, № 4